



Tilburg University

Monetaire politiek in de Verenigde Staten

van Gemert, H.G.

Published in:
Economisch en Sociaal Tijdschrift

Publication date:
1991

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
van Gemert, H. G. (1991). Monetaire politiek in de Verenigde Staten: Ontwikkelingen en dilemma's. *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, 45(1), 59-76.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Monetaire politiek in de Verenigde Staten: ontwikkelingen en dilemma's

Het afgelopen decennium hebben de monetaire autoriteiten in de Verenigde Staten het niet gemakkelijk gehad. De desinflatiepolitiek ging gepaard met hoge reële kosten; het geldhoeveelheidsbeleid werd sterk bemoeilijkt door een onvoorspelbaar portefeuilledrag van het publiek en de banken; de discretionaire strategie impliceerde een behoorlijke dosis onzekerheid voor de marktparticipanten. Onder die omstandigheden konden FED watchers en monetaire onderzoekers hun hart ophalen. Deze bijdrage bespreekt op een niet-technische wijze hoe een en ander heeft geleid tot een aantal interessante researchactiviteiten en actuele beleidsdilemma's. Het artikel wordt afgesloten met een voorzichtige blik op de toekomst.

I. Inleiding

Sinds de opkomst van het *monetarisme* in het midden van de jaren zestig wordt in toenemende mate aandacht geschonken aan de betekenis van monetaire variabelen voor de afloop van het economisch proces. In de macro-economische *theorie* wordt aangenomen dat de geldhoeveelheid een belangrijke determinant is voor de rentevoet, de bestedingen, de inflatie en de wisselkoers. Zo ook steunt het macro-economische *beleid*, met name wanneer het gaat om het realiseren van gestage groei zonder inflatie, voortdurend op de inzet van monetaire instrumenten. Men kan zelfs beargumenteren dat gedurende de afgelopen vijftien jaar de monetaire politiek het instrument bij uitstek is geworden voor het beheersen van de bestedingsontwikkeling (Polak, 1988). Hierbij is tevens van invloed dat de effectiviteit van het Keynesiaanse begrotings-

* Katholieke Universiteit Brabant te Tilburg. In mei 1989 was hij delegatieleider van een onderzoeksgroep die werkbezoeken bracht aan een aantal financiële instellingen in Washington en New York. Dit artikel is ontstaan naar aanleiding van de presentatie van een discussiepaper bij de Federal Reserve Bank of New York. Alle verantwoordelijkheid voor het geschrevene ligt bij de auteur.

beleid, tegen de achtergrond van het stagflatieverschijnsel, hoe langer hoe meer in twijfel werd getrokken.

Alhoewel de geldpolitiek aan betekenis won, moet worden vastgesteld dat het inzicht in de wisselwerking tussen het monetaire en het reële gebeuren beperkt is. De lengte van het transmissieproces, de exacte rol van mogelijke intermediaire variabelen en de vertragingen in hun onderlinge relaties, zijn empirisch moeilijk vast te stellen en dus controversieel. Dat geldt ook voor de keuze van een optimale geldpolitieke strategie, en het is daarom niet verwonderlijk dat het gevoerde en te voeren beleid van de monetaire autoriteiten voortdurend tot meningsverschillen aanleiding geeft.

In dit artikel wordt aandacht besteed aan enkele dominante dilemma's in het monetaire beleid van de Verenigde Staten. Deze dilemma's zijn in de loop van de jaren tachtig zichtbaar geworden en hebben zowel binnen de Federal Reserve (de FED) als daarbuiten veel discussie losgemaakt. In het bijzonder betreft het hier de keuze voor een adequate intermediaire *doelvariabele* en de keuze voor een bepaalde *strategie*. In het algemeen kan gezegd worden dat beide (overigens nauw samenhangende) keuzeproblemen nog geenszins zijn opgelost, zodat zij ook in de jaren negentig een centraal aandachtspunt zullen blijven.

De opbouw van het artikel is verder als volgt. Na deze inleiding wordt eerst kort gememoreerd wat de bedoeling was van de monetaire verkrapping in de periode 1979-1982 en hoe, achteraf, dit beleid moet worden beoordeeld. Vervolgens wordt in paragraaf 3 besproken waarom de geldhoeveelheid, die in de theorie van de monetaire politiek zo'n centrale rol had gekregen, in de jaren tachtig niet meer als intermediaire doelvariabele kon fungeren. Paragraaf 4 laat zien dat er door de economische professie wel alternatieven zijn aangedragen, maar dat deze in de praktijk moeilijk te implementeren zijn. Dit leidt vervolgens in paragraaf 5 tot een beschrijving van het huidige beleidsconcept, waarbij de FED geen vaste beleidsformule hanteert maar zich daarentegen laat leiden door een ad hoc beoordeling van de lopende situatie. Nadat op de gevaren van dit concept is gewezen, wordt het artikel in paragraaf 6 afgesloten met een voorzichtige blik op de toekomst.

II. Het monetaristisch experiment

Voor een goed begrip van het monetaire beleid in de grote industriële landen, waaronder de Verenigde Staten, is het van belang om

enige woorden te wijden aan het monetarisme. Deze leer heeft gezorgd voor een theoretische onderbouwing van de monetaire politiek en was de belangrijkste inspiratiebron voor de gedragswijziging van de beleidsmakers in het midden van de jaren zeventig¹.

In dit verband zijn drie proposities van cruciaal belang. Op de eerste plaats gaat het monetarisme er van uit dat het aanbod van geld beheersbaar, en de vraag naar geld stabiel en weinig rentegevoelig is. Onder die omstandigheden hebben monetaire acties een *voorspelbaar* effect op de ontwikkeling van het nominale inkomen en de bestedingen. In vergelijking met andere schokken is dit effect sterk en dominant, hetgeen vele malen door empirische studies is bevestigd. Op de tweede plaats, en dit vormt een complicerende factor, wijst het monetarisme er op dat de bovenstaande relatie behept is met lange en variabele *vertragingen*. Het verband tussen geld en inkomen is een structureel verband: over de invloed op korte termijn, dat wil zeggen tijdens het aanpassingsproces, valt eigenlijk maar weinig te zeggen. Ten slotte leert het monetarisme dat de geldgroei *uiteindelijk* niet zozeer de volumecomponent als wel de prijscomponent van het nominale inkomen determineert.

De drie proposities impliceren, met andere woorden, dat een monetaire impuls op korte termijn op verschillende manieren zal worden geabsorbeerd (via mutaties in de reële productie en/of de prijzen en/of de omloopsnelheid van het geld), maar dat op den duur alleen het prijsniveau als aanpasser fungeert. Hoe lang dit proces duurt, is daarbij cruciaal afhankelijk van de bij de economische subjecten levende verwachtingen. Een *onverwachte* monetaire impuls geeft aanleiding tot een grillig aanpassingsproces in de volumesfeer, omdat het publiek gedurende enige tijd wordt misleid en in feite dus verkeerde beslissingen neemt. Is het geldbeleid daarentegen vrij van verrassingen, dan kan er op worden *geanticipeerd* en hoeft het aanpassingsproces in principe niet lang te duren.

Beleidsmatig betekent een en ander dat de monetaire politiek, in de optiek van de monetaristen, niet gebruikt moet worden als instrument om fluctuaties in de economische activiteit te mitigeren. Het enige dat zij kan doen, is zorgen voor een lage inflatiegraad en het wegnemen van financiële onzekerheid. Het bekende recept daarvoor is het hanteren

1 In het kader van dit artikel past slechts een summiere beschrijving. Aan allerlei nuances moet worden voorbijgegaan. Ook het debat met de Keynesianen blijft onbesproken. De geïnteresseerde lezer zij verwezen naar het uitstekende handboek van Mishkin (1986), in het bijzonder hoofdstuk 23 t/m 25, of naar de conferentiebundel van Hafer (1986).

van een vaste geldgroeiregel, die consistent is met de voor de middellange termijn te verwachten groei van de productiecapaciteit en die van tevoren publiekelijk is aangekondigd.

Voor een test op de praktische relevantie van het monetarisme wordt vaak gewezen op de desinflatiepolitiek gedurende de periode 1979-1982. Zoals bekend, was het inflatieritme van de Amerikaanse economie in 1979 versneld tot meer dan 13 %. In oktober van dat jaar besloot de FED daarom haar tactiek te wijzigen. Het monetaire instrumentarium werd niet langer gericht op het beheersen van de geldmarktrente maar op het aanbod van ongeleende reserves aan het bankwezen. De verkrapping van dit aanbod dreef de korte rente op tot 14 % per einde 1979 en tot meer dan 20 % per begin 1981. De stijging van de consumptieprijzen kon aldus worden bedwongen. In 1982 bedroeg de inflatie nog slechts 4 % en in oktober van dat jaar beëindigde de FED haar restrictieve beleid.

Hoewel het "monetaristisch experiment" zijn doel had bereikt, bestaat er, zeker achteraf, de nodige kritiek op de wijze waarop dit succes tot stand kwam (Friedman e.a., 1984). Veel *niet-monetaristen* wijzen op de hoge kosten van het experiment. In de Verenigde Staten zelf steeg de werkloosheid tot bijna 10 %, de geïndustrialiseerde wereld als geheel ervoer een forse groeivertraging en de ontwikkelingslanden werden geconfronteerd met een enorme verzwaring van hun renteverplichting aan het internationale bankwezen. In feite liep de inflatie terug doordat de FED zich niet langer verantwoordelijk achtte voor het algemeen renteniveau en op die manier een flinke recessie organiseerde en toeliet. Veel *monetaristen* erkennen dat de prijs van de desinflatie erg hoog is geweest, maar zij wijten dat aan de aard van het experiment. Gedurende de periode 1979-1982 was de volatiliteit van de geldgroei historisch gezien hoog en het beleid van de FED was voor het publiek weinig doorzichtig. De groei van de geldhoeveelheid was, met andere woorden, noch gestaag noch voorspelbaar. Het gevoerde beleid kan dan ook moeilijk als monetaristisch worden gekarakteriseerd, zodat men deze leer niet verantwoordelijk mag stellen voor de kritiek die de tegenstanders op de beleidsresultaten hebben.

Mede naar aanleiding van deze ervaringen en beoordelingen is men er in de theoretische literatuur sterk van doordrongen geraakt dat de effectiviteit van een bepaalde monetaire koers cruciaal afhankelijk is van de *perceptie* bij het publiek. Wanneer een centrale bank zich verplicht tot een anti-inflatiepolitiek, dan kan zo'n beleid slechts slagen als het publiek die aankondiging gelooft. De inflatieverwachtingen worden dan

bijgesteld en de economie anticipeert op het door de autoriteiten beoogde herstel. De kosten in termen van produktieverlies kunnen onder dergelijke omstandigheden beperkt worden gehouden. Zijn de economische subjecten daarentegen sceptisch over de standvastigheid van de monetaire autoriteiten, zijn zij er, met andere woorden, niet van overtuigd dat het aangekondigde beleidsspoor ook werkelijk zal worden gevolgd, dan is het moeilijk om de inflatieverwachtingen de kop in te drukken en zijn de aanpassingskosten hoog. Deze visie stelt centraal in hoeverre de beleidsmakers *geloofwaardig* zijn, iets wat natuurlijk samenhangt met de reputatie die zij bij de marktparticipanten in het verleden hebben opgebouwd². De reputatie van de FED komt nader aan de orde in paragraaf 5. Het is echter nuttig om eerst kort stil te staan bij een ander probleem dat de monetaire autoriteiten in de loop van de jaren tachtig parten is gaan spelen en dat de geldpolitieke strategie danig heeft beïnvloed.

III. Geld als intermediaire doelvariabele

De gedachte dat de monetaire autoriteiten met hun instrumentarium invloed kunnen uitoefenen op de ontwikkeling van het nominale inkomen en het prijsniveau, vindt haar *theoretische* basis in de kwantiteits-theorie en haar *empirische* basis in het werk van de vroeg-monetaristen. Daarbij komt de geldhoeveelheid naar voren als een centrale variabele, enerzijds omdat zij beheersbaar is en anderzijds omdat zij een dominante invloed uitoefent op de genoemde doelvariabelen. Het mechanisme dat bij een expansief monetair beleid in gang wordt gezet verloopt daarbij als volgt³:

- (1) de FED voorziet de banken van extra liquide middelen
- (2) de banken vergroten op basis hiervan hun kredietverlening, waardoor het geldaanbod stijgt en de rentevoet daalt
- (3) door de lage rente en de ruimere liquiditeitsverhoudingen worden de economische subjecten gestimuleerd om meer te besteden
- (4) het nominale inkomen stijgt, zodat het extra geldaanbod wordt geabsorbeerd in de transactiekassen.

2 "Credibility" en "reputation" zijn sleutelwoorden in de moderne speltheoretische benadering van de monetaire politiek. Sinds het einde van de jaren zeventig is hier veel over gepubliceerd. Een kort, niet-technisch overzicht kan worden gevonden in Barro (1985). Een uitvoerige Nederlandstalige bespreking is recentelijk verschenen in Sijben (1990).

3 Een gedetailleerde behandeling van de praktische vormgeving wordt gegeven door Mishkin (1986), hoofdstuk 18 en 19.

Aanvankelijk kon worden vastgesteld dat de oorzakelijke schakels in dit mechanisme redelijk stabiel waren, hetgeen verklaart waarom de praktijk van *monetary targeting* in de VS, evenals in andere grote landen, ingeburgerd raakte. Nadien echter zijn de verbanden onberekenbaar geworden. Indien wordt teruggekeken op de groei van de belangrijkste variabelen uit het monetaire transmissieproces, te weten de door de FED beheerste basisgeldhoeveelheid (B), het traditionele geldbegrip (M1) en het nominale inkomen (Y), dan moet worden geconstateerd dat hun onderlinge verhouding in de jaren tachtig een onvoorspelbaar patroon is gaan volgen. Zo vertoont de parameter $M1/B$, die bekend staat als de geldmultiplicator, dit decennium een onregelmatig en stijgend verloop, terwijl er gedurende de jaren zestig en zeventig sprake was van een vrij systematische daling met ca. 1 % per jaar (Burger, 1988). Het quotiënt $Y/M1$, bekend als de omloopsnelheid van het geld, laat eveneens een trendbreuk zien: terwijl deze gedragsparameter van 1946 tot 1980 gestaag groeide met ca. 3,5 % per jaar, heeft zich sindsdien een schoksgewijze daling voorgedaan (Courtenay en Thornton, 1987).

De genoemde ontwikkelingen hangen nauw samen met een aantal fundamentele veranderingen in het Amerikaanse financiële systeem. Kernachtig kunnen deze worden samengevat in de termen financiële innovaties en deregulering. Bij de term *financiële innovaties* wordt bedoeld op de introductie door het Amerikaanse bankwezen van nieuwe financiële produkten met een gemengd liquiditeits- en beleggingskarakter. Het gaat hier om deposito's waarover het publiek vrijelijk door middel van overschrijvingen kan beschikken, maar waarop tevens – anders dan bij de traditionele zichtdeposito's – een rentevergoeding wordt geboden. Dit vernieuwingsproces was reeds in de loop van de jaren zeventig gestart, had de FED in 1980 genoopt tot een herdefiniëring van de belangrijkste monetaire aggregaten, waaronder M1, maar geraakte begin jaren tachtig in een stroomversnelling. Dit vanwege de *deregulering* van financiële markten, die nog meer innovaties mogelijk maakte en tevens inhield dat het bij wet maximeren van de rentevergoeding op termijndeposito's en op nieuwe M1-produkten geleidelijk zou worden afgeschaft. Daarnaast werd het innovatieproces gevoed door de stijging van het nominale renteniveau, de toegenomen monetaire en financiële onzekerheid in het algemeen en de snelle ontwikkeling op het terrein van de informatietechnologie⁴.

4 Voor een uitvoerig en helder overzicht van de hier slechts kort aangeduide tendensen zij verwezen naar Koning (1984) of Sijben (1988).

Aldus ging de centrale streefwaarde van het monetaire beleid naast transactiegeld ook spaargeld bevatten, waardoor de nauwe relatie met de basisgeldhoeveelheid en het nominale inkomen verzwakte. Om dezelfde reden vervaagde het scherpe onderscheid met andere liquide activa, zoals termijndeposito's, die het publiek in zijn beleggingsportefeuille wenst aan te houden, zodat de rentegevoeligheid van de vraag naar geld in enge zin steeg. Beide veranderingen maakten M1 ongeschikt om nog langer te dienen als intermediaire doelvariabele. Sinds 1986 wordt voor dit monetaire aggregaat dan ook geen streefwaarde meer afgekondigd.

Als vanzelf rijst nu de vraag of hier sprake is van een permanente verstoring van de geld-inkomensrelatie dan wel van een overgangsproces. De laatste taxatie ligt het meest voor de hand. Immers, het is nauwelijks denkbaar dat de kwantiteitstheorie, waarvan toch bij herhaling de verdienste is aangetoond, definitief haar empirische waarde heeft verloren⁵. Op termijn, zo moet worden aangenomen, blijft de geldhoeveelheid de belangrijkste determinant voor het inflatieritme. Wat de ervaring met M1 laat zien, is dan dat het in de jaren tachtig bijzonder moeilijk is geworden om concreet inhoud te geven aan het begrip *op termijn*, alsook aan het begrip *geldhoeveelheid*. Op dit laatste probleem wordt verder ingegaan in de volgende paragraaf.

IV. Alternatieve ankers: geld, krediet of BNP

Zodra bleek dat de nominale bestedingen en de inflatie niet meer voorspeld en beheerst konden worden met behulp van de traditionele beleidsvariabele M1, is de economische professie, zowel binnen als buiten de FED, op zoek gegaan naar andere, betrouwbaarder ankers voor het monetaire beleid. Op de eerste plaats is daarbij gezocht naar alternatieve *monetaire aggregaten*. Daarnaast is nagegaan welk heil verwacht kan worden van een beleid dat zich mede richt op *kredietaggregaten*. Ten slotte is er onderzoek verricht naar de mogelijkheid om het *bruto nationaal produkt* als directe streefwaarde te laten fungeren. Deze paragraaf geeft een korte schets van de voorstellen die ter zake naar voren zijn gebracht en ten dele ook beproefd.

Het proces van financiële innovatie heeft het bijzonder moeilijk gemaakt om te definiëren welke liquide activa in de vermogensportefeuil-

5 Recentelijk hebben Dwyer en Hafer (1988) dit nog eens laten zien. Hun dwarsdoorsnee-analyse over 64 landen bevestigt de kwantiteitstheoretische inzichten verrassend sterk, mits de data genomen worden als vijfjaars-gemiddelden.

le van de economische subjecten wél, en welke niet een ruilmiddelfunctie vervullen. Veel monetaristen verdedigen daarom de keuze voor een *eng geldbegrip*, zoals de basisgeldhoeveelheid of een voor de rentedragende component gecorrigeerd M1-concept. Anderen, waaronder de FED zelf, opteren juist voor een *ruim geldbegrip*, zoals M2, M3 of een gewogen gemiddelde van de diverse aggregaten. In het bijzonder M2 wordt daarbij veelvuldig genoemd als een goede kandidaat om de functie van M1 over te nemen. Binnen de FED kreeg deze variabele reeds vanaf het begin van de jaren tachtig een groter gewicht bij de beleidsbepaling en het econometrisch onderzoek. Een tweetal recente studies van FED-medewerkers pretendeert zelfs dat men het gedrag van M2 en de relatie met de inflatiegraad thans redelijk goed kan verklaren (Small en Porter, 1989; Hallman, Porter en Small, 1989). Het onderliggende mechanisme is echter vrij ingewikkeld. Enerzijds wordt de vraag naar M2 op middellange termijn (1 à 2 jaar) mede bepaald door de renteontwikkeling, en dan meer in het bijzonder door de mate en snelheid waarmee de rentevergoeding op M2-produkten de geldmarktrente volgt. Anderzijds reageert de feitelijke inflatie vertraagd op een onevenwichtige ontwikkeling van M2, hetgeen tevens impliceert dat er (later) tijdens het aanpassingsproces een inhaaleffect optreedt. Deze (dubbele) dynamiek zorgt voor moeilijk voorspelbare fluctuaties van de omloopsnelheid van M2 rondom zijn evenwichtswaarde op lange termijn. Hierbij voegt zich dan nog de mogelijkheid van trendbreuken in die evenwichtswaarde zelf.

Van verschillende kanten is voorts aanbevolen om ook een andere variabele uit het monetaire transmissieproces in de beleidsvoering te betrekken. Gedoeld wordt hier op de kredietverlening in de economie, dat wil zeggen op de schuldpositie die het publiek, de ondernemingen en de overheid in een bepaalde periode aangaan. De groei van de kredietverlening, zo wordt door aanhangers van de *credit view* betoogd, kan zowel theoretisch als empirisch goed in verband gebracht worden met de groei van de bestedingen. Deze wetenschap van een stabiele relatie maakt het aantrekkelijk om behalve voor monetaire aggregaten ook voor kredietaggregaten een doelzone te kiezen. Het gaat hier dus om een aanvulling op en niet zozeer om een substituut voor de inzichten van de *money view*. B. Friedman, die veel over dit onderwerp heeft gepubliceerd, spreekt in dit verband van een "two-target-framework" (zie b.v. Friedman, 1983, p.188).

Spoedig echter nadat de totale kredietverlening in 1983 officieel als beleidsvariabele haar entree deed, ging de materiële betekenis ervan verloren. Evenals geld bleek ook krediet niet langer een goede voorspeller

voor de economische activiteit. Daarmee is het onderzoek ter zake evenwel niet tot stilstand gekomen. Integendeel, een tweetal verfijningen, waarbij naast de omvang ook de samenstelling van de totale kredietverlening expliciet in beschouwing wordt genomen, heeft zich inmiddels aangediend.

De eerste verfijning betreft een onderscheid met betrekking tot de *bron* van het krediet (Bernanke, 1988). Anders dan in de traditionele *money view* wordt er daarbij op gewezen dat financieringsmiddelen verkregen door tussenkomst van banken, en financieringsmiddelen die direct zijn aangetrokken op de kapitaalmarkt, geen perfecte substituten vormen. Bankkrediet vervult een speciale rol, omdat het voor gezinnen en kleine bedrijven veelal de enige financieringsbron is. Emissies op de obligatiemarkt of de commercial paper-markt zijn voor deze sectoren geen alternatief, omdat zij geen toegang tot deze financiële markten hebben, dan wel omdat deze financieringswijze met relatief hoge kosten gepaard zou gaan. Onder dergelijke omstandigheden wordt het portefeuilledrag van banken belangrijk voor de afloop van het economisch proces. Een verandering van hun relatieve voorkeur voor bankkrediet ten opzichte van kapitaalmarkttuitzettingen leidt dan namelijk tot allocatieve effecten die in de traditionele analyse buiten beeld blijven. Bij een afname van de genoemde voorkeur kan de rente op bankkrediet uitstijgen boven die op kapitaalmarktkrediet, maar ook is het heel goed denkbaar dat er kredietrantsoenering optreedt, met alle gevolgen van dien voor de economische activiteit.

De tweede verfijning van de *credit view* bepleit een onderscheid met betrekking tot de *aard* van het krediet, en dan meer specifiek of dit krediet de vorm aanneemt van overheidsschuld dan wel van particuliere schuld. Tijdreekscijfers laten zien dat de snelle groei van het federale budgettekort in de jaren tachtig niet gepaard is gegaan met een compenserende toename van de particuliere besparingen. Een dergelijke compensatie zou zich wel hebben voorgedaan, als het publiek in zijn spaar- en investeringsbeslissingen rekening had gehouden met het feit dat de creatie van overheidsschuld een toekomstige belastingverplichting met zich meebrengt. Omdat dit niet gebeurde, vormde de stijging van de staatsschuld een zelfstandige bron voor de groei van de totale kredietverlening. Een stabiele relatie tussen krediet en nationaal product resteert nog slechts als het oog gericht wordt op de *private* component. Fackler (1988), die een en ander empirisch onderzocht, komt dan ook tot de conclusie dat het beleid zich door de ontwikkeling van de particuliere en niet door die van de totale kredietverlening zou moeten laten informeren.

De voortgang in de theorievorming over de werking van de diverse kredietmarkten en de rol van de banken daarbij is interessant⁶. Vooral nog blijft het evenwel afwachten of een en ander de praktische problemen van de beleidsmakers echt oplost. Het isoleren van welk kredietaggregaat wel, en welk kredietaggregaat niet als een betrouwbaar signaal voor de bestedingsontwikkeling mag worden beschouwd, heeft voorlopig nog een ad-hoc karakter en lijkt ook sterk geconditioneerd op de specifieke omstandigheden in een bepaalde periode.

Wel beschouwd moet niet worden uitgesloten dat de tussenschakels in het monetaire transmissieproces te complex zijn om in één of twee intermediaire doelvariabelen vast te leggen. Daarnaast moet wellicht rekening worden gehouden met de werking van *Goodhart's Law*. Deze beweert dat economische gedragsrelaties de neiging hebben om hun empirische betekenis te verliezen zodra zij gebruikt gaan worden om er een beleid op te baseren (zie Goodhart, 1984, p. 12 en p. 96). In een dergelijke situatie is het begrijpelijk dat er in de literatuur ook stemmen opgaan om de beslissing ten aanzien van het te voeren monetaire beleid direct af te stemmen op de *uiteindelijke* doelvariabele. Zonder tussenkomst van een intermediair oriëntatiepunt wordt de timing en dosering van het monetaire instrumentarium daarbij rechtstreeks in verband gebracht met de feitelijke ontwikkeling van het nationaal produkt. Interessante beschouwingen over de inhoud en implicaties van deze alternatieve beleidslijn zijn aangedragen door McNees (1987) en Kahn (1988). Deze auteurs wijzen er op dat bij het afkondigen van een directe streefwaarde voor het nationaal produkt in plaats van voor de geldhoeveelheid, de aandacht van de beleidsmakers verlegd wordt naar waar het uiteindelijk om moet gaan: het in de hand houden van de nominale bestedingen. De soms nogal verwarrende discussie over institutioneel-technische problemen als de definiëring en meting van het geldbegrip, het relatieve belang van alternatieve aggregaten en de stabiliteit van geldvraag- en geldaanbodprocessen, verschuift dan naar de achtergrond. Het beleidsdebat kan zich daarentegen toespitsen op minder abstracte zaken, waardoor het wint aan helderheid en wellicht ook aan relevantie. Het risico dat intermediaire ankers, zoals de geldhoeveelheid, een leven op zich gaan leiden, dan wel na introductie hun betrouwbaarheid verliezen, kan worden vermeden.

6 Gertler (1988) geeft een uitgebreid overzicht van zowel de traditionele als de moderne literatuur op dit gebied. Duidelijk blijkt hieruit de hernieuwde belangstelling voor de determinanten en de betekenis van de kredietmarkt. Daarbij is sprake van een sterk micro-economische invalshoek.

In het kort komt de voorgestelde aanpak neer op het volgende tweeledige beslissingsproces. Allereerst dienen de monetaire autoriteiten over te gaan tot het formuleren van een *lange-termijndoelstelling* voor de groei van het nominaal nationaal produkt (Y). Deze keuze impliceert een oordeel over de toelaatbaar geachte inflatiegraad. Weliswaar is Y per definitie het produkt van een volumecomponent en een louter nominale prijscomponent, maar de praktijk heeft geleerd dat de structurele ontwikkeling van de eerstgenoemde bepaald wordt door aanbodfactoren in de economie en niet zozeer door het monetaire beleid. In theoretische termen uitgedrukt: er bestaat geen afruil op lange termijn tussen inflatie en reële groei. Op de tweede plaats houden de autoriteiten zich voortdurend op de hoogte van het op *korte termijn* feitelijk te verwachten verloop van Y. Dit impliceert een prognose, waarbij gebruik gemaakt kan worden van alle beschikbare en relevante informatie, waaronder desgewenst ook de beweging van geld- en kredietaggregaten. Het voorspellen van de economische ontwikkeling is natuurlijk geen eenvoudige zaak en vaak blijkt achteraf dat daarbij relatief grote fouten kunnen worden gemaakt. Deze onzekerheid betreft echter vooral de ramingen van het prijs- en volumepad afzonderlijk en veel minder die van de groei van Y als zodanig.

Het te volgen recept luidt nu dat monetaire beleidsbeslissingen worden genomen op basis van het verschil tussen de op lange termijn *gewenste* en de op korte termijn *verwachte* ontwikkeling van het nominaal nationaal produkt. Is dat verschil positief, dan is dat een reden voor monetaire verruiming; is het verschil negatief, dan volgt een verkrapping. Een en ander wordt georganiseerd langs de gebruikelijk weg van openmarktpolitiek en discontopolitiek. Om de marktpartijen te overtuigen van de standvastigheid van hun bedoelingen, leggen de beleidsmakers hun voornemen daarbij vast in de vorm van een duidelijke intentieverklaring.

In al zijn eenvoud bezit het hier beschreven beleidsrecept ontegenzeggelijk een zekere aantrekkingskracht. Niettemin is de implementatie ervan slechts zinvol, als een aantal niet geringe hindernissen kan worden overwonnen. Zo moet het te hanteren voorspellingsmodel in staat zijn om aan te geven hoe het nominaal nationaal produkt reageert op een corrigerend beleid en welke vertragingen zich daarbij voordoen. Dit betekent tevens dat men zicht heeft op de reactie van het publiek. Tegen de achtergrond van de moderne verwachtingstheorieën is dit geen ge-

ringe eis⁷. Voorts is het de vraag of de monetaire autoriteiten, ook al is dit technisch gezien mogelijk, echt bereid zullen zijn om zich te binden aan een concrete Y-doelstelling. Met name wanneer de economie te kampen heeft met aanbodschokken, schokken dus waarbij de volumeontwikkeling en de prijsontwikkeling zich in tegengestelde richting bewegen, moet men fluctuaties in beide componenten van Y willen accepteren. Tenslotte is er een afstemmingsprobleem met het budgettaire beleid, omdat dit al qua aard direct van invloed is op de bestedingen.

De conclusie van deze paragraaf ligt inmiddels voor de hand. Alhoewel het onderzoek op het gebied van de monetaire politiek niet stilstaat, is er vooralsnog geen effectieve oplossing aangedragen voor de in de loop van de jaren tachtig gerezen dilemma's. Hoe de FED te midden van deze dilemma's opereert en of daarbij nog een monetaristisch element aanwezig is, vormt het onderwerp van de volgende paragraaf.

V. Het discretionaire beleid van de FED

De in paragraaf III beschreven instabiliteit van het monetaire transmissieproces heeft niet alleen geleid tot hernieuwde researchactiviteiten, zoals aangeduid in paragraaf IV, maar ook tot een belangrijke strategiewijziging in het beleid, althans wanneer een vergelijking gemaakt wordt met de intenties tijdens de periode van het monetaristisch experiment. Met de geldmarktrente als het belangrijkste operationele instrument volgt de FED sindsdien in feite een *ad-hoc beleid*. Ten dele is dit afgedwongen door de turbulentie met betrekking tot het financiële gedrag van het publiek en de banken, ten dele ook is dit een weigering om zich te conformeren aan vaste regels. Een en ander kan als volgt worden toegelicht.

Allereerst zal het duidelijk zijn dat de FED genooddaakt werd om haar oriëntatie op monetaire aggregaten te versoepelen. Het nut van M1 nam sterk af en na herdefiniëringen in 1980 en 1982 werd dit traditionele richtsnoer in 1986 geheel verlaten. Tegenwoordig publiceert de FED in het halfjaarlijkse rapport aan het Congres nog wel groeizones voor M2, M3 en de binnenlandse niet-bancaire kredietverlening, maar deze

7 Indien het publiek (semi-)rationeel handelt, dat wil zeggen anticipeert op een voorzienbare beleidswijziging, zijn de parameters van het voorspellingsmodel in hoge mate onbetrouwbaar. Dit probleem staat bekend als de Lucas-kritiek op het doorrekenen van beleidsvarianten (zie Mishkin, 1986, hoofdstuk 27).

zones zijn vrij breed en hebben meer het karakter van een prognose dan van een doelstelling⁸.

Voorts is het zo dat het feitelijke verloop van de geld- en kredietaggregaten voortdurend beoordeeld wordt tegen de achtergrond van verschillende andere indicatoren voor de stand van de economie. Bij de formulering en evaluatie van het monetaire beleid steunt de FED sterk op additionele informatie met betrekking tot de conjunctuur en de financiële markten. Hierbij kan gedacht worden aan nieuwe cijfers voor de werkloosheid, de prijsstijging, de bezettingsgraad, de industriële produktie, de handelsbalans, de wisselkoers, de aandelenkoersen en dergelijke. Niet de dominantie van een of twee streefwaarden, maar de interpretatie van een set van informatiedragers met wisselend gewicht stuurt het monetaire beslissingsproces. Een illustratief jaar wat dit betreft was bijvoorbeeld 1987. De openmarktpolitiek werd toen primair geconditioneerd door achtereenvolgens het gedrag van M2 en M3 (begin van het jaar), de depreciatie van de dollar (maart), een stijgende inflatieverwachting (mei t/m september), de volumeconjunctuur (vanaf augustus) en de beurscrisis (zie Heller, 1988). Ook de huidige situatie (begin 1990), waarbij de FED schippert tussen het beheersbaar houden van de nominale groei en het voorkomen van een recessie (een en ander met een schuin oog naar de ontwikkeling van de dollar), schetst de "judgemental approach" die men in Washington volgt⁹.

Dit alles betekent dat het monetaire beleid in de Verenigde Staten *discretionair* van aard is. Er bestaat geen expliciete beleidsformule waarmee de doelstelling van evenwichtige groei zonder inflatie op een voor iedereen inzichtelijke wijze vertaald wordt in concrete acties. De besluitvorming is daarentegen ad-hoc en wordt geleid door de prioriteiten van het moment. Nu eens domineert de angst voor inflatie, dan weer de angst voor een recessie, terwijl soms ook de situatie op de kapitaalmarkt of de valutamarkt voorrang krijgt.

Men kan van oordeel zijn dat een discretionaire strategie de beste garantie biedt voor het adequaat inspelen op nieuwe ontwikkelingen in de economie. De monetaire autoriteiten worden dan niet gehinderd door vooraf aangekondigde regels en voeren een flexibel beleid, dat recht kan doen aan de laatste inzichten. Men moet echter bedenken dat een dergelijke strategie de marktpartijen opzadelt met een behoorlijke dosis *onzekerheid*. Wanneer b.v. de geldmarkt wordt verruimd, dan

8 Voor 1990 zijn de "provisional ranges" resp. 3-7 %, 3,5-7,5 % en 6,5-10 % (*Federal Reserve Bulletin*, augustus 1989).

9 Onlangs is dit afwegingsprobleem verscherpt door het uitbreken van de Golfcrisis.

moet de markt gissen of dit gebeurt om de volumeconjunctuur te stimuleren, een depreciatie van de dollar te organiseren, de financiële markten meer lucht te geven of anderszins. In principe staat de inflatiedoelstelling weliswaar voorop, maar de marges die daarbij worden aangehouden zijn onbekend. Onder dergelijke omstandigheden is er voortdurend sprake van verrassingen. De economische subjecten worden geprikkeld om bij het inschatten van de toekomst met mogelijke beleidswijzigingen rekening te houden. Over het algemeen vertaalt dit zich in een hogere inflatieverwachting, waarmee gemiddeld genomen ook het feitelijke inflatietempo hoger komt te liggen. De uiteindelijke doelstelling van het monetaire beleid, te weten prijsstabiliteit, wordt dan minder goed gehaald, of vergt hogere reële offers.

In de recente speltheoretische literatuur betreffende de monetaire politiek wordt, zoals reeds vermeld in het slot van paragraaf II, veel belang gehecht aan de onzekerheid en de "inflationary bias", die een discretionaire politiek per definitie veroorzaakt. Deze onzekerheid kan slechts worden weggenomen of verminderd door gedurende langere tijd goed te presteren. De autoriteiten verwerven dan geloofwaardigheid en krijgen de reputatie dat zij de inflatie daadwerkelijk laag zullen houden.

Zoals beredeneerd, is het echter onder een discretionair regime en een rationeel ingestelde markt, moeilijk om goed te presteren. De vrijheid van de monetaire autoriteiten om tijdelijk een bepaalde inflatie toe te staan wordt afgestraft, zelfs wanneer deze vrijheid niet wordt benut. Beter resultaten in termen van werkgelegenheid en inflatie, zo luidt de redenering, kunnen worden behaald, wanneer de beleidsmakers zich conformeren aan een taakstellende regel, waaraan zij onafhankelijk van politieke druk de hand kunnen houden. Een dergelijke regel kan best activistisch zijn. Dit is b.v. het geval bij de door McCallum (1987) voorgestelde regel, waarbij de basisgeldmanipulaties van de centrale bank gedicteerd worden door de afwijking tussen de feitelijke en de gewenste groei van het BNP. Het gaat in het onderhavige debat dus niet om de tegenstelling tussen een activistisch en een non-activistisch beleid, maar om de tegenstelling tussen een ad-hoc (discretionair) en een voorzienbaar (op een regel gebaseerd) beleid.

Het is opvallend hoeveel aandacht de kwestie "rules versus discretion" momenteel krijgt, en dan niet alleen in de puur theoretische literatuur¹⁰. Het is wellicht ook om die reden dat de FED bij herhaling claimt

¹⁰ Zie b.v. de uitspraak van Robert Black, president van de Federal Reserve Bank van Richmond: "...this question whether the longer-run strategy of monetary policy should be discretionary... or based on a rule of some kind is without any doubt the most important standing issue in the field of monetary policy today" (Black, 1987).

dat het haar uiteindelijk gaat om prijsstabiliteit¹¹. De bovenstaande typering van ad-hoc politiek zou dan enigszins gechargeerd zijn, in die zin dat er zoiets bestaat als een *impliciete* beleidsformule. Men legt zich evenwel niet naar buiten toe vast, waardoor er weinig continuïteit kan worden waargenomen, en dat is dan het punt van verschil tussen de moderne theorie en de huidige praktijk.

VI. Epiloog

In dit artikel is stilgestaan bij enkele dominante ontwikkelingen in de theorie en de praktijk van de monetaire politiek in de Verenigde Staten gedurende de jaren tachtig. Tegelijkertijd kon daarbij worden ingegaan op een aantal actuele beleidsdilemma's. Deze betreffen met name de keuze van een monetair anker en de keuze van een monetaire strategie. Ten aanzien van het eerste probleem moest worden geconstateerd dat het al geruime tijd bijzonder moeilijk is om een betrouwbare intermediaire doelvariabele aan te wijzen. Ten aanzien van het tweede probleem blijkt er een groot verschil te bestaan tussen theorie en praktijk: de vigerende strategie is discretionair en eclectisch van aard, terwijl de moderne speltheoretische literatuur juist vaste beleidsregels aanbeveelt. Deze slotparagraaf is een poging om aan te geven wat er voor de nabije toekomst mag worden verwacht. Vanzelfsprekend heeft die vooruitblik een subjectief karakter.

De ervaringen van tien jaar geleden hebben geleerd dat het niet mogelijk is om een inflatoir proces te keren zonder verlies van produktie en werkgelegenheid. Om die reden zal de FED zo'n proces wensen te voorkomen. Dit betekent dat inflatie die een kritische drempel overschrijdt niet zal worden getolereerd. Deze drempel is moeilijk te traceren, maar ligt, lijkt mij, niet ver boven de 5 %.

Het is niet te verwachten dat de FED zich bij de vormgeving van haar anti-inflatiepolitiek gaat vastleggen op een expliciete beleidsformule. De strategie zal eerder zo zijn dat men reputatie opbouwt c.q. geloofwaardig probeert te blijven door bij een te forse versnelling van de feitelijke inflatie ad-hoc maar wel gedecideerd te reageren.

11 Tegenover het parlement verwoordde Alan Greenspan dit op 24 januari 1989 als volgt: "Our strategy continues to be centered on moving toward, and ultimately reaching, stable prices, that is, price levels sufficiently stable so that expectations of change do not become major factors in key economic decisions" (citaat ontleend aan Garfinkel, 1989).

Conjunctuurpolitieke overwegingen zullen een rol blijven spelen bij de beleidsbepaling, maar ook dat alleen impliciet. De autoriteiten erkennen dat zij produktie en werkgelegenheid niet duurzaam kunnen beïnvloeden, dat zij voorspellingsfouten kunnen maken en dat reactievertragingen onbekend zijn. Niettemin zal, naar ik voorzie, de vrijheid om bij een gematigde prijsontwikkeling accommoderende geldpolitiek te bedrijven, niet worden opgegeven. Deze bron van onzekerheid blijft dus bestaan en kan zelfs sterker worden in verband met het congresvoorstel om het Ministerie van Financiën en het Parlement meer bij de monetaire besluitvorming te betrekken (Financial Times, 25 augustus 1989).

Ook in het begrotingsbeleid en het gedrag van de dollar ligt onzekerheid besloten. Als het budgettekort niet wordt verminderd, zal de FED gedwongen worden om de rente hoog te houden. Zo ook zal monetaire verkrapping noodzakelijk zijn in het geval van een sterk depreciërende dollar. Conflictsituaties zijn in principe slechts op te lossen c.q. te vermijden door een betere coördinatie van het budgettaire en monetaire beleid, maar wat dat betreft heb ik geen al te hoge verwachtingen.

In de beleidsvoorbereiding zal de FED zich vooralsnog blijven bedienen van verschillende bronnen van informatie met betrekking tot het verloop van de economie. Het vertrouwen in één dominante intermediaire doelvariabele kan pas worden hersteld, als het proces van financiële innovaties en deregulering verder is uitgekristalliseerd. De beste kandidaat voor een hernieuwde geldhoeveelheidspolitiek is dan het ruime monetaire aggregaat M2.

Referenties

- BARRO, Robert J., "Recent Developments in the Theory of Rules versus Discretion", *Economic Journal* 96 (Supplement, 1985): 23-37.
- BERNANKE, Ben, "Monetary Policy Transmission: Through Money or Credit?", Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Business Review*, november/december 1988: 3-11.
- BLACK, Robert P., "The FED's Anti-Inflationary Strategy: Is it Adequate?", Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review* 73/5 (1987): 4-9.
- BURGER, Albert E., "The Puzzling Growth of the Monetary Aggregates in the 1980s", Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review* 70/5 (1988): 46-60.
- COURTENAY, C. Stone en Daniel L. THORNTON, "Solving the 1980s' Velocity Puzzle: A Progress Report", Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review* 69/7 (1987): 5-23.

- DWYER, Gerald P. jr. en R.W. HAFER, "Is Money Irrelevant?", Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review* 70/3 (1988): 3-17.
- FACKLER, James S., "Should the Federal Reserve Continue to Monitor Credit?", Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review* 73/6 (1988): 39-50.
- FRIEDMAN, Benjamin, Bennet MCCALLUM, James PIERCE en Milton FRIEDMAN, "Monetarism: Lessons from the post-1979 experiment" (vier afzonderlijke bijdragen), *American Economic Review* 74/2 (Papers and Proceedings, mei 1984): 382-400.
- FRIEDMAN, Benjamin M., "The Roles of Money and Credit in Macroeconomic Analysis" in: J. Tobin (ed.), *Macroeconomics, Prices and Quantities*, Londen, 1983.
- GARFINKEL, Michelle R., "What Is an 'Acceptable' Rate of Inflation? – A Review of the Issues", Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review* 71/4 (1989): 3-15.
- GERTLER, Mark, "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 20, No. 3 (augustus 1988): 559-588.
- GEMERT, Henk van (ed.), *Economic Interdependence and Financial Stability*, Tilburg University Press, 1990.
- GOODHART, C.A.E., *Monetary Theory and Practice*, Londen, 1984.
- HAFER, R.W. (ed.), *The Monetary versus Fiscal Debate: Lessons from two Decades*, Totowa N.J., 1986.
- HALLMAN, Jeffrey J., Richard D. PORTER en David H. SMALL, "Study Summary: M2 per Unit of Potential GNP as an Anchor for the Price Level", *Federal Reserve Bulletin*, april 1989: 263-264.
- HELLER, H. Robert, "Implementing Monetary Policy", *Federal Reserve Bulletin*, juli 1988: 419-429.
- KAHN, George A., "Nominal GNP: An Anchor for Monetary Policy?", Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review* 73/9 (1988): 18-35.
- KONING J.H., "Financiële innovatie en monetaire politiek", in: J.H. Koning, G.P.L. van Roij en J.J. Sijben (red.), *Zicht op Bancaire en Monetaire Wereld*, Leiden/Antwerpen, 1984.
- MCCALLUM, Bennet T., "The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example", Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review* 73/5 (1987): 10-18.
- MCNEES, Stephen K., "Prospective Nominal GNP Targeting: An Alternative Framework for Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, september/oktober 1987: 3-9.
- MISHKIN, Frederic S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Boston/Toronto, 1986.
- POLAK, Jacques J., "Economic Policy Objectives and Policy-Making in the Major Industrial Countries", in: Wilfried Guth (moderator), *Economic Policy Coordination*, proceedings of an international seminar held in Hamburg, IMF/HWWA, 1988.
- SMALL, David H. en Richard D. PORTER, "Understanding the Behavior of M2 and V2", *Federal Reserve Bulletin*, april 1989: 244-254.

SIJBEN, Jac. J., "Financial Innovations, Monetary Policy and Financial Stability", *Kredit und Kapital*, 1988/1: 45-65.

SIJBEN, Jac. J., "Geloofwaardigheid en monetaire politiek", *Rotterdamse Monetair Studies* nr. 38 (1990).

Abstract

*Monetary Policy in the United States
Developments and Dilemmas*

This paper examines the conduct of monetary policy by the Federal Reserve. During the last decade a number of important changes took place and the discussion these changes provoked, has left two puzzling dilemmas. The first dilemma refers to the identification of a reliable intermediate anchor. Several target variables have been proposed or relied on, but all of them turned out to be poor guides. The second dilemma concerns the choice of an adequate monetary strategy. This issue is strongly related to the current debate of how to gain credibility.

Both policy problems are elaborated in this paper and it is shown that the U.S. monetary authorities have responded by adopting an approach which is judgemental instead of target-oriented and discretionary instead of rule-based. Under these circumstances the financial markets are left uncertain and the inflation risk of the U.S. economy continues to be a serious danger.